التدفقات النقدية و قيمة السهم

أثر إدارة التدفقات النقدية على القيمة السوقية للسهم بالمنظمات كبيرة الحجم



د.عادل مبروك محمد

أثر إدارة التدفقات النقدية
على القيمة السوقية
للسهم بالمنظمات كبيرة الحجم

دكتور

عادل مبروك محمد

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

كلية التجارة – جامعة القاهرة

فهرس

أولاً: مقدمة البحث: ٤
ثانيًا: أساليب إدارة النقدية: ١٦
ثالثًا: المشكلة موضوع الدراسة:.................................. ١٩
رابعًا: أهداف البحث: ٢٤
خامسًا: فروض البحث: ٢٥
سادسًا: أسلوب الدراسة: ٢٦
سابعًا: نتائج تحليل البيانات: ٢٩
ثامنًا: توصيات الدراسة:... ٦٥
تاسعًا: نقاط بحثية مستقبلية: ٦٨
المراجـع.. ٦٩
الملاحق ٧٦
ملحق (١) سلوك التدفقات النقدية.................................. ٧٦

أولاً: مقدمة البحث:

تغيرت مفاهيم إدارة النقدية تغيرا جذريا خلال العشـرين سنة الأخيرة، فمنذ بداية السبعينات وحتى منتصف الثمانينات ارتفعت معدلات الفائدة مما أدى إلى ارتفاع تكلفة الفرصـة البديلة للاحتفاظ بالنقدية؛ مما شجع الإدارة المالية للبحث عن طرق أكثر فعالية للإدارة النقديـة، فضـلاً عـن التطـور التكنولوجي وخاصة آلات التحويل الإلكترونية والتي طورت عملية إدارة النقدية [١].

ويمكن تحديد الفشل في إدارة النقدية من خلال ظهور عدم التوازن فيما بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجـة؛ حيـث لا تستطيع المنظمة سداد ما عليها من التزامات عندما يحـين وقت السداد، كما يمكن الحكم على الانهيار المالي للمنظمـة عندما تقع في التعثر ولا تستطيع سداد ما عليها مـن ديـون

---

[١] E. F. Brigham & L. C. Gopenski, Financial Management Theory and Practice, The Dryden Press, N. Y., ١٩٩٧, P. ٨٦٨.

طويلة الأجل، وتلجأ إلى التوسع في السحب على المكشوف، فضلاً عن عدم قدرتها على سداد توزيعات الأسهم [٢].

ويتمثل الهدف الرئيسي لإدارة النقدية في تسريع "تعجيـل التدفقات النقدية الداخلة وتبطئ التدفقات النقديـة الخارجـة، وذلك للاحتفاظ بأقل حد أدنى مـن النقديـة المعطلـة، إذ أن تعجيل التحصيل وتأخير السداد سوف يؤدي إلى خفض حجم الاقتراض من/ أو استثمار أفضل، وهذا الخفض في القروض ينشأ عنه انخفاض الفوائد المدفوعة في ظل زيـادة الفوائـد المحصلة سوف يؤدي إلى تحسين الربحية الكلية للمنظمة [٣]. وبالتالي تحسين القيمة السوقية للسهم.

وينشأ الطلب على النقدية من خلال العوامل المؤثرة على ذلك الطلب، تلك العوامل التي يطلق عليها "دوافع الاحتفـاظ

---

[٢] E. K. Laitinen & T. Laitinen, "Cash Management Behavior and Failure Prediction", Journal of Business Finance and Accounting, Sept. / Oct., ١٩٩٨, P. ٨٣٣.

[٣] A. G. Shetty, et., al., Finance An Integrated Approach, IRWIN, Burr Ridge, Illinois, ١٩٩٥, P. ١٩٧.

بالنقدية"، والتي تتمثل فـي عنصـر أو دافـع المعـاملات، والاحتيـاط والمضـاربة [٤] Transaction, Precaution and speculation، ويمكن تفسـير تلـك الـدوافع بـأن المنظمات تحـتفظ بالنقديـة للموازنـة بـين المقبوضـات والمدفوعات النقدية الطبيعية "لمواجهـة عمليـات التشـغيل العادية"، ثم لدفع الرصيد المعوض للحصول على القـروض والخدمات، كما ينشأ عن الاحتفاظ برصيد نقـدي حصـول المنظمة على خصم تجاري وتحسين نسبة التداول والتـداول السريعة أو ما يطلق عليه تحسـين الجـدارة الائتمانيـة [٥] Credit Rating.

ولا شك أن علاقة إدارة النقدية بحجم القـروض علاقـة أساسية؛ إذ أن توافر النقدية المتولدة من عمليـات المنظمـة لسداد ما عليها مـن التزامـات يعنـي انخفـاض الحاجـة الافتراضية لتلك المنظمة، والعكس صحيح إذ أن عدم توافر النقدية لمواجهة الالتزامات عندما يحين موعد سدادها يحـتم

---

[٤] E. K. & T. Laitinen, Op. Cit., P. ٨٩٣.

[٥] E. F. Brigham & L. C. Gapenski, Op. Cit., P. ٨٦٩

على المنظمة إما الاقتراض وإما اللجوء للمساهمين، ولا شك أن الفشل في إدارة التدفقات النقدية قد يـؤدي إلـى انهيـار المنظمات، ويرجع السبب في هذا إلى أن الفشـل فـي إدارة التدفقات النقدية قد يؤدي إلى اختلال نسبة المديونية وما ينتج عنها من مشاكل الوكالة وعدم اتساق المعلومـات [٦]، وقـد توصل ستوى هايوارد [٧]، إلى أن ارتفاع نسـبة المديونيـة يمثل أحد العناصر الرئيسية التي أدت إلى فشل ١٨ % مـن الحالات محل الدراسة، وعنصر مسـاعد فـي ٥٤ % مـن الحالات، وكانت نتيجة إجراء المسح الميداني باسـتراليا أن

---

[٦] M. Harris & A. Raviv, "The Theory of capital structure "Journal of Finance, Vol. XLVI, No ١., ١٩٩١, P. ٢٩٧.

[٧] Stoy – Hayward, A Study to Determin the Reasons for the failure of small Business in the U. K. Stoy Haymard / National Westminster Bank, ١٩٨٧.

نقلاً عن:

J. Jordan, et. Al., "Strategy and Financial Policy in Uk Small Firms, "Jan / Mar of Business Finance and Accounting Joinery / March, ١٩٩٨, P. ١.

ارتفاع نسبة المديونية هو أهم أسباب فشل المنظمـات علـى الإطلاق [8].

كما تنعكس إدارة النقدية على مستوى الربحيـة الممكـن تحقيقه؛ حيث توضح القيمة المضافة الاقتصادية [*] عناصـر الربح ومصادر التكلفة، ففي ظـل الإدارة الجيـدة للنقديـة تستطيع المنظمة استخدام النقدية في سداد ما عليها من ديون أو لشراء أسهمها مما يـؤدي إلـى تخفـيض رأس المـال والأصول معا، وينشأ عن هـذا انخفـاض تكلفـة التمويـل وارتفاع معدل الدوران، وبالتالي ترتفـع القيمـة المضـافة الاقتصادية.

ولا شك أن سلوك التدفقات النقدية دالة في إدارة النقديـة، كما أن التدفقات النقدية هي الأساس في تحديد قيمة المنشـأة؛

---

(٨) J. Lowe, et, al., "The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure Australian companies "Managerial and Decision Economics, Vol., ١٥, ١٩٩٤, P. ٢٤٥.

(*) القيمة المضافة الاقتصادية = صافي دخـل التشـغيل ×)١ – معدل الضرائب) –)المتوسط المرجح لتكلفة التمويل × مجمـوع الأصول).

حيث يتفق الباحثون والممارسون على أن سعر السهم يتوقف على التدفقات النقديـة المتوقـع أن تتولـد عـن عمليـات المنظمة[٩]، كما تربط جميع الدراسات التي تسبق عملية تقييم المنظمات فيما بـين التـدفقات النقديـة المتوقعـة وقيمـة المنظمة[١٠]. ويتم ذلك من خلال عدة خطوات أساسية تبـدأ بتحليل الأداء التاريخي وتنتهي بتحديد القيمة المتوقعة للسهم، وتعتمد التدفقات النقدية بصفة أساسية على تحليـل وتقـدير معلمات القيمة التشغيلية المولدة للأرباح الاقتصادية لضـمان سلامة القيمة الحالية للتدفقات النقدية [١١]، كما يعتمد نمـوذج

---

[٩] د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المـال،)الإسكندرية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٧)، ص ٢١١ – ٢١٢.

[١٠] J. B. Cohen, et, al., Investment Analysis and Portfolio Management, IRWIN, Homewood, Illinois, ١٩٨٧, P. ٢١٥.

[١١] T. Copland, et, al., Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, John wiley & sons, Inc., N. Y. ١٩٩٥, P. ٣٦. ١٥٣, and ١٠٠.

مودجلياني وملير [١٢] (MM) في تقدير قيمة السـهم علـى التدفقات النقدية للأصول الحالية مضافًا إليها قيمـة النمـو، وغالبا ما ينصب التحليل الأساسي لتحديد سعر السهم علـى الإيرادات المتوقعة والتوزيعات ومعدلات الفائدة والمخـاطر التي تواجه المنظمة [١٣]، وفي ظل الأحوال الطبيعية يعبـر السعر السوقي بشكل واضح عن مستوى الإنجـاز المتوقـع والمرغوب الذي يتم قياسه بالتدفقات النقدية [١٤].

---

(١٢) M. Miller & M. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of shares," Journal of Business, Sep, ١٩٨٥, P. ١٠٣١.

(١٣) Z. Bodie, et, al., Investments, IRWIN, Chicago, ١٩٩٦, P. ٣٤٧.

(١٤) A Rappapart, et, al., Creating Shareholder Value: The New Standard For Business Performance. The Free Press, N. Y., ١٩٨٦, P. ١٥٦.

ويشير أحد الباحثين [15] إلى وجود علاقـة قويـة بـين متغيرات الدراسة والتي منها نسبة التداول (السيولة) وبـين مستوى أداء السهم، ويوصي الباحث من ضمن ما يوصـي بأهمية تطبيق الأسس السليمة لإدارة السيولة والتدفقات النقدية نظرا لتأثيرها على سعر السهم، وقـد نالـت العلاقـة بـين التدفقات النقدية وسعر السهم اهتمام الكثير من الباحثين حتى الآن، وقد توصلت تلك الدراسات إلى أن سعر السهم يعتمـد أساسا على مستقبل صافي التدفقات النقدية، وأن سعر السـهم يتـأثر بالتـدفقات النقديـة الخارجـة والمتعلقـة بالتوسـع الاستثماري، فضلاً عن التأثر بانخفاض حجم الخصوم، مـع زيادة التوزيعات، وأخيرا انخفاض صافي التـدفقات النقديـة التشغيلية، ويرتبط سعر السهم ارتفاعا وانخفاضـا بإيجابيـة

---

(15) د. خيري علي الجزيري، محـددات إدارة أداء السـهم فـي بورصة الأوراق المالية – دراسة لبعض المتغيرات الداخلية، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة – جامعة القاهرة، العـدد الثالث والخمسون، سنة ١٩٩٨، ص ١١٣ – ١١٤.

أو سلبية صافي التدفقات النقدية، وتؤكـد نتـائج الدراسـات التطبيقية تلك النتائج [١٦].

وقد تكون الزيادة في الإنفاق الاستثماري (تدفقات نقديـة خارجة) والتي تقبل عليها المنظمات سببا رئيسيا في انخفاض عائد السهم؛ حيث قد تؤدي زيادة الاستثمار إلى انخفاض في صافي القيمة الحالية [١٧]. ويمكن القول إن التدفقات النقديـة تلخص كافة المخاطر التي تواجه المنظمات وتؤثر على قيمة السهم، تلك المخاطر المتمثلة في تقلب الطلب وتقلب أسـعار البيع والقدرة على تعديل الأسعار وتقلب أسـعار المـدخلات ودائنية التشغيل، وما ينشأ عن ذلك من تأثير على معدل نمو

---

(١٦) R. S. Rao, Financial Management: Concepts and Applications,)Macmillan Publishing Cop, N. Y., ١٩٩٢) P. ٨٤٠.

(١٧) L. Time & J. Ritter, "The Operating Performen ce of Firms Conducting Seasoned Equity of Ferings, "Journal of Finance Vol. ٥٢, No. ٥, ١٩٩٧, P. ١٨٢٣.

المبيعات وهامش ربح التشغيل ورأس المال العامـل ورأس المال الثابت وتكلفة رأس المال [١٨].

ويحذر بعض الكتاب [١٩] من الاعتمـاد علـى التـدفقات النقدية في علاقتها بسعر السهم في ظل أنها قد تحتوي علـى بعض البنود التي تمثل تدفقات نقدية مستقبلية يجب تعـديلها بمعدل خصم يعكس ما تحتويه من مخاطر فضـلاً عـن أن التدفقات النقدية باحتوائها على بعض البنود قد تكون مضـللة ومغالي فيها، ولهذا يجب التعامل مع مفهوم التدفقات النقديـة بنوع من الحذر من خلال تنقية تلك التدفقات لتعكس الواقع.

---

(١٨) A Rappapart, et, al., Op Cit., ١٥٦.

(١٩)

a) P. Dechow, "Accounting Earnings and Cash flows asures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals, Journal of Accounting and Economics, July, ١٩٩٤, P. ٣.
b) R. Sloan, Do Stock Prices Fully reflect information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings / "The Accounting Review, July ١٩٩٦, P. ٢٨٩.

ومن ناحية أخرى تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة محدودة نسبيا بين القيمة السوقية للسهم وكل من:

١- عائد السهم [٢٠].

٢- التدفقات النقدية [٢١].

٣- القيمة الدفترية للسهم [٢٢].

٤- توزيعات الأرباح [٢٣].

---

[٢٠] S. Basu, "The investment Performance of common Stock in Relation to their Price – Earnings Rations: A Test of the efficient Market Hypothesis,: Journal of Finance, June, ١٩٧٧, P. ٦٦٣.

[٢١] J. Lakonishok, et, al., "Contrition Investment, Extrapolation and Risk, "Journal of Finance, December ١٩٩٧, P. ١٥٤.

[٢٢] E. Fana & K. French "The Cross – Section of Expected Stock Returns," Journal of Finance, June ١٩٩٢, P. ٤٢٧.

[٢٣]

a) M. Blume, "Stock Returns and dividend Yields: Some More Evidence", Review of Economic and Statistics, November, ١٩٨٠, P. ٥٦.

كما يعتمد المستثمرون على الأداء الماضي لتحديد قيمـة السهم [٢٤]، وفي ظل أنهم يبالغون في ردود أفعالهم لأحـداث الماضي القريب [٢٥]، وليس من شك أن نتـائج الدراسـات السابقة يجب التعامل معها بشيء من الحذر، وذلك لأن الأداء الخاص باستراتيجيات الاستثمار ربما يختلـف مـن دولـة لأخرى، إذا ما تم النظر إلى كل دولة بشكل منفـرد، وقـد تكون النتائج مختلفة إذا ما تم النظر إلى نتـائج أداء سـوق الأوراق المالية الدولية [٢٦].

---

b) M. Rozeff, "Dividend Yields Are Equity Risk Premiums," Journal of Portfolio Management, Fall, ١٩٨٤, P. ٦٨.

[٢٤] J. Lakonishok, et. Al., Op. Cit, P. ١٥٤١.

[٢٥] W. De Bondt & R. Theler, Further Evidence onn Investor Overreaction and slock Market seasonaillty, "Journal of Finance July, ١٩٨٧, P. ٥٥٧.

[٢٦] W. S Buman, et, al., "Growth versus Value and Large – Cap Versus Small – Cap Stocks in international Markets, Financial Analysts Journal, March / April ١٩٩٨, P. ٧٥.

ثانيا: أساليب إدارة النقدية:

يشير الأدب الفكري إلى وجود ثلاثة مداخل أساسية لنماذج إدارة النقدية في ظل النظرية الكمية الحديثة، والمدخل الأول هو مدخل نماذج إدارة النقدية المعتمد على نماذج إدارة المخزون، وتفترض تلك النماذج أن الطلب على الأموال يتحدد بناء على حجم التعامل، والمدخل الثاني هو مدخل نماذج إدارة النقدية المعتمد على نماذج الإنتاج، وتفترض تلك النماذج أن الطلب على الأموال يعتمد على حجم الإنتاج، المدخل الثالث هو مدخل نماذج إدارة النقدية المعتمد على نموذج الثروة؛ حيث يتم الطلب على الأموال من خلال الاعتماد على الحجم الاقتصادي AS. A Volume (Scale) Factor.

وتشترك جميع النماذج السابقة في هدفها والمتمثل في تحديد متطلبات الرصيد النقدي لتدنيه تكاليف إدارة النقدية، وذلك لتعظيم القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية ولتحقيق أمثلية هيكل رأس المال للمنظمة، وإن كان المدخل الأول هو

ذلك المدخل الأكثر شيوعا في التطبيق لبساطته [٢٧]، ويعتمد هذا المدخل على مجموعة من الافتراضات الآتية:

١- يشترك كلا مـن Baumal ٦٢ & Berank ٦٣ في أن جميع التدفقات النقدية ثابتة، بينما يختلـف كلاهما عن الآخر حيـث يفتـرض Baumal أن التدفقات النقدية الداخلة فترية وفورية، والتـدفقات النقدية الخارجة تحدث بمعدل ثابت بينمـا يـرى Beranek أن جميع التدفقات النقديـة الخارجـة فترية وفورية والتدفقات النقدية الداخلـة تحـدث بمعدل ثابت.

---

(٢٧)

a) E. K. Laitinen & T. Laitinen, Op. Cit., P. ٨٩٢.
b) E. Kannianinen "Traditional Versus Operating Cah Flow in Failure Pvedition, Journal of Business Finance and Accounting vol, ٢١, No., ٢, ١٩٩٤, P. ١٩٩.
c) F. C. Sherr, Modern Working Capital Management, Text and Cased, Prentice – Hall International Inc., N. Y., ١٩٨٩, P. ١٤٤.

٢- يشترك نمـوذج Miller – orr ٦٦ and Stone ٧٢ في أن كلاهما يفترض أن المنظمة تحتفظ بحد أدنى من الرصيد النقدي، بينما يختلف كلاهما فيما يلي:

أ- بالنسبة لنموذج Miller – Orr فإنـه يفتـرض أن التدفقات النقدية ذات توزيع طبيعـي، وأن التـدفقات النقدية تكون صفر، ولا يوجد ارتبـاط ذاتـي فـي التدفقات النقدية، وأخيرا فإن الانحـراف المعيـاري للتدفقات النقدية لا يتغير عبر الزمن.

ب- بالنسبة لنموذج Stone فإنه يفتـرض أن المنظمـة لديها معرفة ودراية بالتدفقات المستقبلية بالرغم مـن احتواء هذه المعرفة على نسبة خطأ.

ونظرا لأهمية إدارة التدفقات النقدية في فشل أو استمرار المنظمات، فقد كان الهدف الرئيسي لنماذج إدارة النقدية هـو محاولة التنبؤ بالإفلاس، أو تحديد الفروق فيما بين المنظمات المهددة بالإفلاس والأخرى غير المهددة بالإفلاس، أو بمعنى آخر تحديد السمات الأساسية لكلا النوعين من المنظمات[٢٨]،

---

(٢٨)

وسواء تم ذلك باستخدام نمـاذج تقليديـة أو نمـاذج أكثـر ديناميكية[٢٩]، من خلال عـدد غيـر قليـل لنمـاذج إدارة النقدية[٣٠]، بهدف تحديد الحجم النقدي الذي يغطي الفـروق فيما بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لتفادي الوقوع في حافة الإفلاس، وفي ظل تدنيه الحجم النقدي حتى يمكن تدنيه تكاليف الاحتفاظ به [٣١].

ثالثًا: المشكلة موضوع الدراسة:

---

a) F. L. Jones, Current Techniques ues in Bankruptcy Prediction Journal of Accounting Literature, ١٩٨٧, Vol. ٦. NO., ١ P. ١٣١.

b) J. A. Gentxy, et, al., "Fund Flow Components, Financial Ratioms and Bankruptcy, "Journal of Business Finance and Accounting, Winter ١٩٨٧, Vol, ١٤, P. ٥٩٥.

(٢٩) E. K. anniainen, Op. Cit., P. ١٩٩.

(٣٠) F. C. Scherr, Op. Cit., P. ٢٧٠.

(٣١) e. k. Laitinen & T. Laitinen, Op. Cit., P. ٨٩٧.

يشوب الاعتماد على نسب السيولة (التـداول والتـداول السريعة) في قياس تأثيرها على سعر السـهم العديـد مـن العيوب منشئها الانتقادات التي توجه إلى هذه النسب، ولهـذا فمن الأفضل الاعتماد على أسلوب التدفقات النقدية، يضـاف إلى مـا سـبق أن الاعتمـاد علـى المـدخل المحاسـبي Accounting Approach لتحديد قيمة السهم يكتنفه العديد من الانتقادات الناشئة من التباين الشـائع فـي المعالجـات المحاسبية للمخزون والإهلاكات والبنود الأخرى التي يصعب قياس العائد الضمني لها، فضلاً عن التضخم وما يسببه مـن علاقات غير سوية بين الإيـرادات المحاسـبية والتـدفقات النقدية، وأخيرا عدم تماثل نمـط أو سـلوك الاسـتثمارات وعوائدها [٣٢].

ولا شك أن إحـدى الأدوات الأساسـية لإدارة التـدفقات النقدية هو الاعتماد على النماذج الكمية، وما تعتمد عليه من افتراضات، تلك النماذج الكمية التي يشـوبها العديـد مـن النقائض والتي تدور معظمها حول تلك الافتراضـات التـي

---

[٣٢] A. Rappapart., et, al., R. Cit., P. ٧٦

يصعب تطبيقها عمليا [٣٣]، وغالبا ما يكون الهدف الرئيسـي لتلك النماذج هو محاولة التوصل إلى مخزون الأمان النقـدي والذي يعكس الحد الأدنى لرصيد النقدي المطلـوب لإيجـاد التوازن فيما التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وذلك لتفادي مخاطر نفاد السيولة النقدية في المنظمة، علمـا بـأن هـذا الرصيد النقدي هو أحد مكونات التدفقات النقدية.

وتعتمد المشكلة موضوع الدراسة علـى تحليـل ماهيـة العلاقة بين التدفقات النقدية وسعر السهم من خـلال الدالـة الآتية:

القيمة السوقية للسهم = د (صافي التدفقات النقدية)

ويشتق من هذه الدالة الرئيسية مجموعة الدوال الفرعيـة الآتية:

- القيمة السوقية للسهم = د (نسبة التدفقات النقدية إلـى القروض طويلة الأجل، نسبة التـدفقات النقديـة إلـى القروض قصيرة الأجل، نسبة التدفقات النقديـة إلـى

---

(٣٣)

a) E. F. Brighan & L. C. Gapndki, Op. Cit., P. ٩٤٠.

b) E. K. Laitinen & T. Laitinen, Op. Cit., P. ٩٨٣.

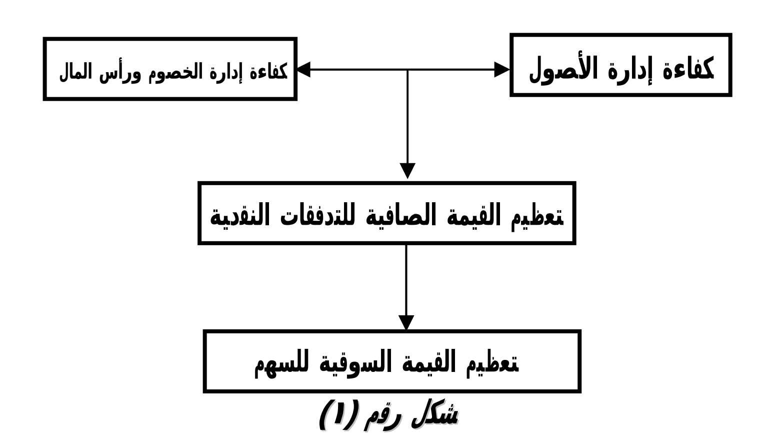
المال المستثمر، نسبة التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات).

- التدفقات النقدية = د (معدل دوران رأس المال، نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة).

ويعتمد الباحث في استنتاجه للدوال السابقة على أن التدفقات النقدية هي شريان الحياة للمنظمات، كما أن الإدارة السليمة للتدفقات النقدية هي الأساس العملي لنجاح المنظمات[٣٤]، ولا شك أن الإدارة السليمة للتدفقات النقدية تعتمد على إدارة كل عناصر الأصول، وكذلك كل بنود الخصوم ورأس المال بشكل سليم وذلك لتعظيم القيمة الصافية للتدفقات النقدية، وتنعكس كفاءة إدارة الأصول والخصوم ورأس المال على تعظيم قيمة المنشأة، وذلك من خلال تعظيم القيمة الصافية للتدفقات النقدية، ويوضح الشكل رقم (١) العلاقة بين كفاءة إدارة الأصول والخصوم ورأس المال وتعظيم قيمة المنشأة من خلال تعظيم صافي التدفقات النقدية.

---

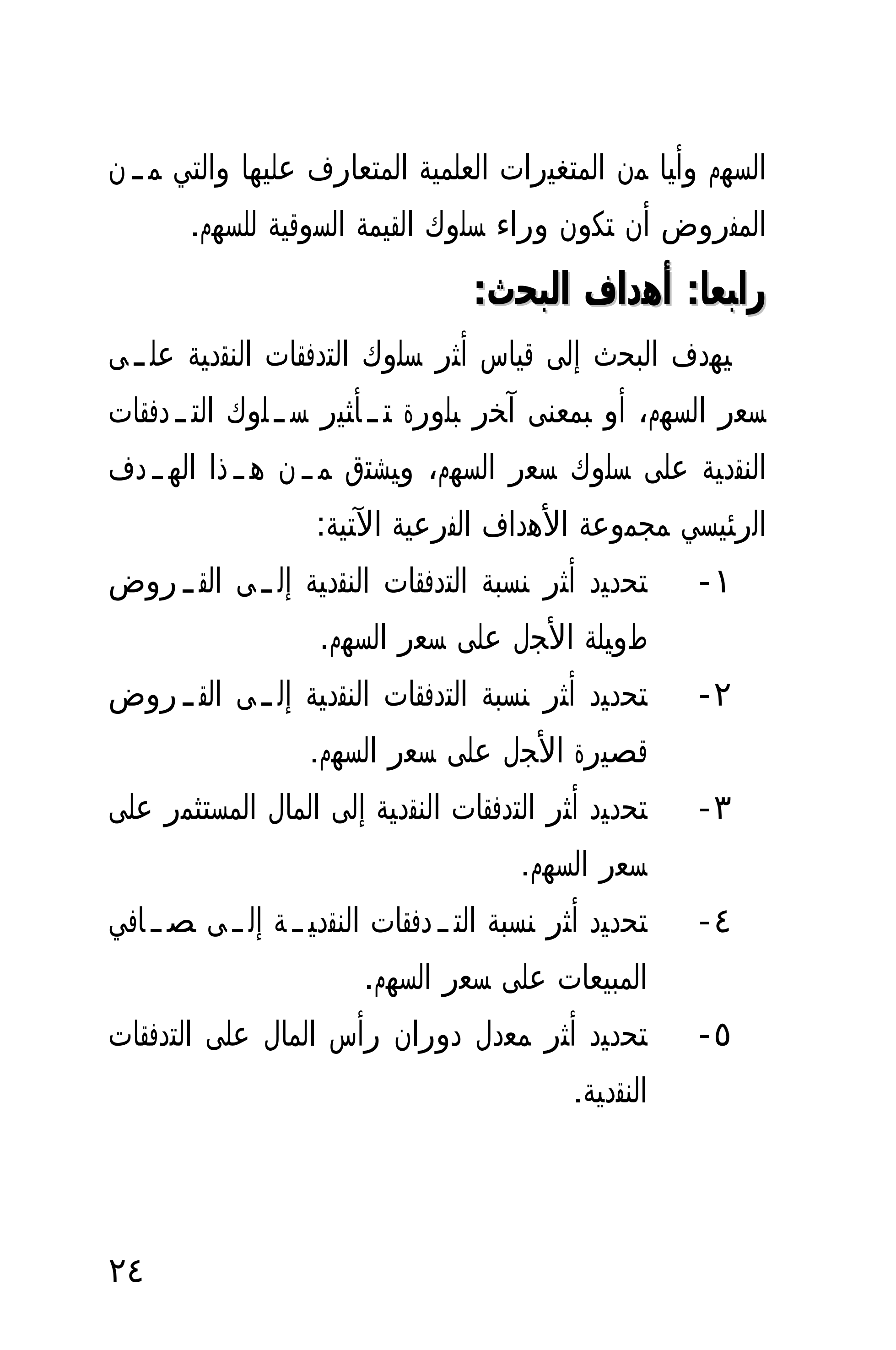
[٣٤] K. L. Gvielasinlki, "Managing Your Cash flanges Important Key to Success," Puget sound Business Journal, ١٣/٣/١٩٩٥, Val. ١٥, P. ١٢.



شكل رقم (1)

العلاقة بين كفاءة إدارة الأصول والخصوم ورأس المال وكفاءة صافي التدفقات النقدية وقيمة المنتظمة

وتشير الملاحظات الشخصية للواقع الميداني المصري إلى غياب مفهوم التدفقات النقدية بصفة عامة عن الشركات المصرية، فضلاً عن استخدام مدخل التجربة والخطأ بدلاً من الأساليب العلمية في مواجهة العجز فيما بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لتحديد الرصيد النقدي؛ مما يولد مجموعة من المشاكل السوقية للسهم، وأخيرا فإن المشاهدات الشخصية للباحثين والممارسين عن سوق الأوراق المالية تنبئ عن الحيرة لعدم وجود علاقة تأخذ شكل علمي فيما بين سعر



السهم وأيا من المتغيرات العلمية المتعارف عليها والتي من المفروض أن تكون وراء سلوك القيمة السوقية للسهم.

رابعا: أهداف البحث:

يهدف البحث إلى قياس أثر سلوك التدفقات النقدية على سعر السهم، أو بمعنى آخر بلورة تأثير سلوك التدفقات النقدية على سلوك سعر السهم، ويشتق من هذا الهدف الرئيسي مجموعة الأهداف الفرعية الآتية:

١- تحديد أثر نسبة التدفقات النقدية إلى القروض طويلة الأجل على سعر السهم.

٢- تحديد أثر نسبة التدفقات النقدية إلى القروض قصيرة الأجل على سعر السهم.

٣- تحديد أثر التدفقات النقدية إلى المال المستثمر على سعر السهم.

٤- تحديد أثر نسبة التدفقات النقدية إلى صافي المبيعات على سعر السهم.

٥- تحديد أثر معدل دوران رأس المال على التدفقات النقدية.

٦- تحديد أثر نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة على التدفقات النقدية.

خامسا: فروض البحث:

تم تحديد فروض البحث في ضوء الأهداف والمشكلة فضلاً عن مراجعة الأدب الفكري المتعلق بموضوع البحث، وبناء على هذا فقد تم وضع فروض البحث كما يلي:

١- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم.

٢- توجد علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية بين القيمة السوقية للسهم وكلا من:

٢/ ١: نسبة صافي التدفقات النقدية إلى قيمة القروض طويلة الأجل.

٢/ ٢: نسبة صافي التدفقات النقدية إلى قيمة القروض قصيرة الأجل.

٢ / ٣: نسبة صافي التدفقات النقدية إلى قيمة المال المستثمر.

٤/٢: نسبة صافي التدفقات النقدية إلى قيمة صافي المبيعات.

٣- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين صافي التدفقات النقدية وكلا من:

٣/ ١: معدل دوران رأس المال.

٣/ ٢: نسبة الأصول الثابتة إلـى الأصـول المتداولة.

٣/ ٣: الجدارة الائتمانية.

٤- توجد علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية بـين صافي التدفقات النقدية وكلا من:

٤/ ١: قيمة القروض طويلة الأجل.

٤/ ٢: قيمة القروض قصيرة الأجل.

سادسا: أسلوب الدراسة:

يتضمن أسلوب الدراسة البنود الأساسية الآتية:

١- أنواع البيانات: يعتمد الباحث على البيانات الثانوية المنشورة عن الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية والتي نشرت بواسطة إحـدى الشـركات

المتخصصة [*]، وقد تم جمع البيانـات بواسـطة الباحث.

٢- أساليب التحليل: اعتمد الباحث على حزمة البرامج الجاهزة SPSS وقد تم استخدام الارتباط البسـيط والمتعدد والمرحلي، فضلاً عن استخدام مقـاييس المعنوية لتحديد ماهية الفروق.

٣- مجتمع الدراسة وعينته: اعتمـد الباحـث علـى الإطار العام للشركات المقيدة ببورصـة الأوراق المالية، وقد اعتمد الباحث على معيـار رئيسـي لاختيار العينة من خلال حركة حجم تداول أسـهم الشركة مع توافرية البيانات عنها، وقد توصـلت إحدى الدراسات إلى أن عدد الشركات الأكبر من ناحية حركة تداول أسهمها بالبورصـة هـي ٨٥ شركة وهي تمثل أكبر ٨٥ شركة على مسـتوى الشركات المقيدة بجدول البورصة، وقـد اسـتبعد

---

[*] Prime Research, The Universe of the Egyptian Equities, Sep. ١٩٩٨.

________, Capital Market Digest, Egypt, Sep. ١٩٩٨.

الباحث عشرين شركة نظرا لاختلاف طبيعة نشاطها عن النشاط الصناعي، تلك الشركات الخاصة بأنشطة الخدمات المالية والخدمات بصفة عامة، وبناء على ما سبق يصبح حجم العينة ٦٥ شركة تمثل حوالي ١٠ % من عدد الشركات المقيدة بالبورصة، ويوضح الجدول رقم (١) عدد الشركات حسب طبيعة النشاط، وكذلك تلك التي توافرت عنها بيانات.

جدول رقم (١)

عدد الشركات التي توافرت عنها بيانات موزعة حسب طبيعة النشاط

مسلسل	طبيعة النشاط	عدد الشركات	عدد الشركات التي توافرت بيانات لها
١	الأسمنت	٦	٦
٢	الكيماويات	١١	١١
٣	التشييد والبناء	١٧	١٦
٤	الهندسية	٥	٥

٥	الغذائية	١٤	١٤
٦	الأدوية	٨	٨
٧	الورق	٢	٢
٨	الحديد والألمونيوم	٢	٢
المجموع		٦٥	٦٤

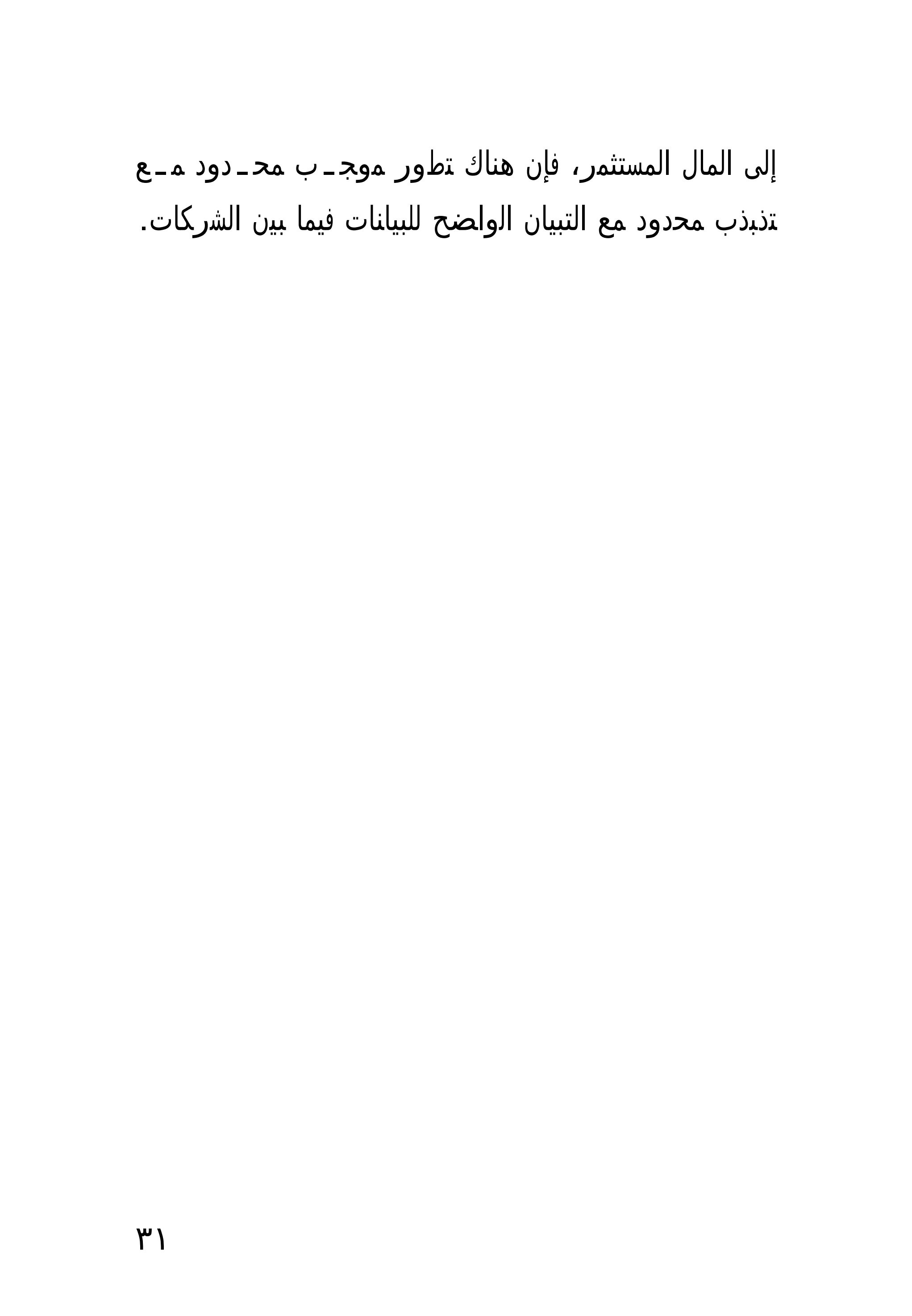
سابعا: نتائج تحليل البيانات:

توصل الباحث إلى النتائج الآتية:

١- تبين الأشكال البيانيـة أرقـام ٢ – ١٣ بملحـق الدراسة، وكذلك الجدول رقم (١) الوصف العـام لسلوك المتغيرات محل الدراسة في الفترة ١٩٩٥ – ١٩٩٧، وذلك من خلال الاعتماد على المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لوصف سلوك تلك المتغيرات؛ حيث يوضح منحنى المتوسط الحسابي التطور في مستوى المتغير بينما يوضح منحنـى الانحراف المعياري التطور في التفاوت فيما بـين شركات كل قطاع في مستوى منحنى هذا المتغير.

ويرى الباحث بالنسبة لسلوك صافي التدفقات النقدية أنـه يتسم بالنمو المتذبذب، معه وجود تشتت ملموس في البيانات،

وهناك تطور متزايد بالنسبة للقروض طويلة الأجل ويتراوح تشتت البيانات بين التشتت المحدود والتشتت الملموس، أمـا بالنسبة للقروض قصيرة الأجل فالسمة الغالبة هـي التطـور السالب والتباين الواضح فيما بين الشركات، ويوجد تطـور موجب محدود على المال المستثمر، ويوجـد تجـانس فـي البيانات فيما بين الشركات بالنسبة لهـذا المتغيـر، ونفـس التطور الموجب المحدود هو سمة المبيعات والتجانس فيمـا بين الشركات بالنسبة للمبيعات، ويكاد يكون الثبات هو سـمة الأصول الثابتة وتشتت البيانات واضحا في أربعـة أنشـطة وغير واضح بالنسبة للأنشطة الأربعة الأخـرى، وبالنسـبة للأصول المتداولة فهناك تطور موجب محدود، وتجانس فيما بين الشركات، وبالنسبة لنسبة التداول يوجد تطـور موجـب محدود وعدم وجود تباين في البيانات فيما بـين الشـركات، وتتسم نسبة صافي التدفقات النقدية إلى المبيعـات بـالتطور الموجب المحدود والتذبذب المحدود والاختلاف الواضح بين الشركات، أما بالنسبة لصافي التدفقات النقدية إلى القـروض طويلة الأجل فهناك تطور سالب محدود مع الثبات مع وجود تباين واضح بين الشركات، وأخيرا فإن نسبة التدفقات النقدية



إلى المال المستثمر، فإن هناك تطور موجـب محـدود مـع تذبذب محدود مع التبيان الواضح للبيانات فيما بين الشركات.

جدول رقم (١)

سلوك المتغيرات الخاضعة للدراسة

رقم النشاط	النشاط	صافي التدفقات النقدية		قروض طويلة الأجل		قروض قصيرة الأجل		المال المستثمر	
		المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف	المتوسط	الانحراف	المتوسط	الانحراف
١	التشييد والبناء	نمو متزايد	متناقض بشكل محدود	ثبات	متناقض بشكل محدود	ثبات	متناقض بشكل واضح	تطور موجب محدود	متزايد بشكل محدود
٢	الورق	استقرار	متناقض بشكل ملموس	تطور منخفض	متناقض بشكل محدود	تطور متذبذب	عدم وجود تباين	ثبات	عدم وجود تباين
٣	الأدوية	نمو متذبذب	متذبذب بشكل ملموس	تطور منخفض	متناقض بشكل محدود	تطور سالب	متناقش بشكل واضح	تطور موجب محدود	عدم وجود تباين

٤	الغذائية	تطور سالب محدود	متذبذب بشكل ملموس	تطور متزايد	متزايد بشكل واضح	تطور متذبذب	متزايد بوضوح	ثبات	متزايد بشكل واضح
٥	الصلب والألومنيوم	نمو متذبذب	متذبذب بشكل ملموس	تطور متزايد	متذبذب بشكل محدود	تطور سالب	متذبذب بوضوح	تطور موجب محدود	عدم وجود تباين
٦	الهندسية	نمو متذبذب	متذبذب بشكل ملموس	تطور متذبذب	متزايد بشكل محدود	تطور متزايد	متذبذب بشكل واضح	تطور موجب محدود	عدم وجود تباين
٧	الأسمنت	ثبات واستقرار	متذبذب بشمل ملموس	تطور منخفض	متذبذب بشكل واضح	تطور سالب	عدم وجود تباين	ثبات	عدم وجود تباين
٨	الأسمدة	نمو متزايد	متناقض بشكل محدود	تطور متزايد	متزايد بشكل واضح	تطور متزايد	متزايد بشكل واضح	تطور موجب محدود	متزايد بشكل محدود

تابع جدول رقم (١)

سلوك المتغيرات الخاضعة للدراسة

رقم النشاط	النشاط	صافي التدفقات النقدية		قروض طويلة الأجل		قروض قصيرة الأجل		المال المستثمر	
		المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف	المتوسط	الانحراف	المتوسط	الانحراف
١	**التشييد والبناء**	**تطور موجب محدود**	**متزايد بشكل واضح**	**ثبات**	**متناقض بشكل واضح**	**تطور موجب محدود**	**متزايد بشكل محدود**	**ثبات**	**متذبذب**
٢	**الورق**	**تطور سالب محدود**	**متناقض بشكل واضح**	**تطور سالب محدود**	**لا يوجد تباين**	**تطور موجب محدود**	**متناقض بشكل محدود**	**تطور موجب محدود**	**متزايد بشكل محدود**
٣	**الأدوية**	**تطور موجب محدود**	**متزايد بشكل محدود**	**تطور موجب**	**متزايد بشكل واضح**	**تطور موجب محدود**	**متزايد بشكل محدود**	**تطور موجب محدود**	**متذبذب بشكل محدود**

٤	الغذائية	تطور موجب محدود	متزايد بشكل محدود	تطور موجب محدود	متزايد بشكل واضح	تطور سالب محدود	متذبذب بشكل محدود	ثبات	عدم وجود تباين
٥	الصلب والألومنيوم	تطور سالب محدود	متزايد بشكل محدود	تطور موجب ملموس	متزايد بشكل واضح	متذبذب	متذبذب بشكل محدود	تطور سالب محدود	متزايد بشكل محدود
٦	الهندسية	تطور موجب محدود	عدم وجود تباين	تطور موجب محدود	متذبذب بشكل محدود	تطور موجب محدود	متذبذب بشكل محدود	متذبذب	متناقص بشكل محدود
٧	الأسمنت	تطور موجب محدود	متزايد بشكل محدود	تطور سالب محدود	متناقض بشكل محدود	تطور سالب ملموس	متناقض بشكل واضح	تطور سالب ملموس	متناقض بشكل ملموس
٨	الأسمدة	تطور موجب محدود	متذبذب بشكل محدود	تطور موجب محدود	متذبذب بشكل محدود	تطور موجب محدود	متذبذب بشكل واضح	تطور موجب محدود	متزايد بشكل ملموس

رقم النشاط	النشاط	صافي التدفقات النقدية		قروض طويلة الأجل		قروض قصيرة الأجل		المال المستثمر	
		المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف	المتوسط	الانحراف	المتوسط	الانحراف
١	**التشييد والبناء**	**تطور موجب محدود**	**متذبذب بشكل محدود**	**تطور موجب ملموس**	**متزايد بشكل واضح**	**تطور موجب محدود**	**متناقص بشكل محدود**	**تطور موجب محدود**	**متذبذب بشكل محدود**
٢	**الورق**	**تطور موجب محدود**	**متناقص بشكل واضح**	**تطور موجب ملموس**	**متناقص بشكل واضح**	**تطور موجب ملموس**	**عدم وجود**	**تطور موجب محدود**	**متناقص بشكل واضح**
٣	**الأدوية**	**متذبذب**	**متذبذب بشكل واضح**	**متذبذب ملموس**	**متذبذب بشكل واضح**	**متذبذب محدود**	**متذبذب بشكل محدود**	**متذبذب بشكل واضح**	**متناقص بشكل واضح**
٤	**الغذائية**	**موجب**	**متناقص**	**موجب**	**متزايد**	**تطور سالب**	**متناقض**	**موجب**	**متناقص**

		محدود	بشكل واضح	ملموس	بشكل واضح	ملموس	بشكل واضح	ملموس	بشكل واضح
٥	الصلب والألومنيوم	تذبذب محدود	متناقص بشكل واضح	متذبذب محدود	متذبذب بشكل واضح	تطور سالب ملموس	متناقص بشكل واضح	متذبذب محدود	متذبذب بشكل واضح
٦	الهندسية	تذبذب محدود	متذبذب بشكل واضح	ثبات	متزايد بشكل واضح	تطور سالب محدود	متذبذب بشكل واضح	متذبذب محدود	متزايد بشكل محدود
٧	الأسمنت	سالب محدود	متناقص بشكل محدود	متذبذب ملموس	متذبذب بشكل واضح	ثبات	متناقص بشكل واضح	ثبات	عدم وجود
٨	الأسمدة	متذبذب محدود	متناقص بشكل محدود	تطور سالب ملموس	متذبذب بشكل واضح	ثبات	متزايد بشكل واضح	تطور سالب محدود	متذبذب بشكل واضح

المصدر: الأشكال البيانية من رقم ٢ – ١٣:

٢- العلاقة بين صافي التدفقات النقدية وسعر السهم.

لا توجد علاقة ارتباط بين سعر السهم (سواء تـم قياسـه بأعلى سعر أو أقل سعر) ويبين صافي التدفقات النقدية، كما أن العلاقة ليست طردية، ويستثنى من ذلك وجـود علاقـة ارتباط موجبة بين صافي التدفقات النقدية وأعلى سعر فـي نشاط الغذائية، وتوجد علاقة ارتبـاط سـالبة بـين صـافي التدفقات النقدية وأعلى سعر وأقل سـعر بنشـاط الصـلب والألمونيوم، ويتوصل الباحث من هذا إلـى عـدم صـحة الفرض الأول ويوضح الجدول رقم (٢) العلاقة بـين سـعر السهم وصافي التدفقات النقدية.

جدول رقم (٢)

العلاقة بين سعر السهم وصافي التدفقات النقدية

النشاط	على أساس أعلى سعر			على أساس أقل سعر		
	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**(٠,١٠١١)**	**٠,٥٠٤**	**غيــر**	**٠,٠٩٨٦**	**٠,٥١٤**	**غيــر**

			معنوي			معنوي
٢- الورق	(٠,٣٤٢)	٠,٥٠٧	غير معنوي	(٠,٣٤٢)	٠,٥٠٧	غير معنوي
٣- الأدوية	٠,١٦٧٩	٠,٤٤٤	غير معنوي	٠,١٣٣١	٠,٥٧٦	غير معنوي
٤- الغذائية	٠,٣٢٤	٠,٣٦	معنوي	٠,٢٤٦٧	٠,١١٥	غير معنوي
٥- الصلب والألمونيوم	(٠,٩٢٦٦)	٠,٠٠٨	معنوي	(٠,٩٢٦٦)	٠,٠٠٨	معنوي
٦- الهندسية	٠,١٨٣٨	٠,٥٢٩	غير معنوي	(٠,١٣١٠)	٠,٦٠٤	غير معنوي
٧- الأسمنت	٠,٣٣٩٢	٠,١٦٩	غير معنوي	٠,٠٩٢٩	٠,٦١٣	غير معنوي
٨- الأسمدة	(٠,٣٠٥)	٠,٩١٨	غير معنوي	٠,١٠٥٠	٠,٥٦٧	غير معنوي
العام	(٠,١٧٨)	٠,٨١١	غير معنوي	(٠,٦١٠)	٠,٤٠٧	غير معنوي

- وتتفق النتائج السابقة مع ما توصل إليـه [١] j. Lakonishok, et., al. من وجود علاقة محدودة نسـبيا بين القيمة السوقية للسهم والتدفقات النقدية.

وإن كانت النتائج السابقة لا تتفق مع ما توصل إليه بعض الباحثين مثل [٣٥] Rao.

٣- لا توجد علاقة ارتباط ذات مستوى معنوي بـين القيمة السوقية للسهم سواء تم قياسها بأعلى سـعر أول بأقل سعر وبين نسبة قيمة التـدفقات النقديـة إلى قيمة القروض طويلة الأجل في كل قطاعـات الدراسة وعلى المستوى الكلي للشركات باسـتثناء قطاع الصلب والألومونيوم؛ حيث توجـد علاقـة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية بين المتغيـرين، ويكون من الطبيعي أنه كلما زادت قيمة التـدفقات النقدية إلى القروض طويلة الأجل كلما زادت قيمة السهم، لأنه كلما زادت قيمة التدفقات النقدية كلمـا انخفضت المخاطر المتولدة من القروض طويلـة

---

[١] J. Lakonishok, et., al., Op. Cit., P. ١٥٤.

[٣٥] R. S. Rap, Op. Cit., P. ٨٤٠.

الأجل، وكلما أدى ذلك إلى زيادة القيمة السـوقية للسهم، وعلاقة الارتباط الظاهرة من التحليل هـي علاقة سالبة تظهر علاقة عكسية بين المتغيـرين وإن كانت علاقة غير معنوية، وبالتالي تثبت عدم صحة الفرض (١/٢)، علما بأن دراسة جـوردن [٣٦] توصلت إلى وجود علاقة ارتباط سالبة بـين التدفقات النقدية والقروض طويلة الأجل.

جدول رقم (٣)

العلاقة بين القيمة السوقية لسهم ونسبة التدفقات النقدية إلى القروض طويلة الأجل

النشاط	على أساس أعلى سعر			على أساس أقل سعر		
	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**(٠,٠٣٤٨)**	**٠,٨٢٧**	**غيـــر معنوية**	**(٠,٠٢٤٢)**	**٠,٨٧٩**	**غيـــر معنوية**
٢- الورق	**(٠,١٢٨)**	**٠,٨٠٩**	**غيـــر معنوية**	**(٠,١٢٨)**	**٠,٨٠٩**	**غيـــر معنوية**

[٣٦] J. Jordon, Op. City., P. ١٢.

٣- الأدوية	٠,٢٦٦١	٠,٢٧١	غيـــر معنوية	٠,٢٩١٦	٠,١٣٤	غيـــر معنوية
٤- الغذائية	٠,١٣٢٦	٠,٥٢٨	غيـــر معنوية	٠,٢٣٧٧	٠,٢٥٢	غيـــر معنوية
٥- الصلب والألمونيوم	(٠,٩٥٢٤)	٠,٠٠٣	معنوية	(٠,٩٥٢٤)	٠,٠٠٣	غيـــر معنوية
٦- الهندسية	٠,٢٢٥٩	٠,٥٠٤	غيـــر معنوية	٠,١٨٨٧	٠,٤٨٤	غيـــر معنوية
٧- الأسمنت	٠,٢٦٠٢	٠,٣٣٠	غيـــر معنوية	٠,٠٦٩٣	٠,٧٧٨	غيـــر معنوية
٨- الأسمدة	٠,٠٨٤٥	٠,٧٣١	غيـــر معنوية	٠,٠٣٨	٠,٩١٢	غيـــر معنوية
العام	(٠,٠١١٥)	٠,٨٩١	غيـــر معنوية	(٠,٠٠٥)	٠,٩٥٣	غيـــر معنوية

٤- يوضح الجدول رقم (٤) أنه لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة التدفقات النقدية إلى القروض قصيرة الأجل، وإن كان شكل العلاقة بين المتغيرين موجب، وبالتالي تثبت عدم صحة الفرض ٢/ ٢.

جدول رقم (٤)

العلاقة بين قيمة السهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى القروض قصير الأجل

النشاط	على أساس أعلى سعر			على أساس أقل سعر		
	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**(٠,٠١٤٢)**	**٠,٩٣٨**	**غير معنوية**	**٠,٠٢٧٨**	**٠,٨٨**	**غير معنوية**
٢- الورق	-	-	-	-	-	- (*)
٣- الأدوية	**٠,٣٨٥٣**	**٠,٤٥١**	**غير معنوية**	**٠,٤٨٥٦**	**٠,١٨٥**	**غير معنوية**
٤- الغذائية	**٠,٠٦٣١**	**٠,٨١٦**	**غير معنوية**	**٠,١٠٩٨**	**٠,٦٨٦**	**غير معنوية**
٥- الصلب والألومنيوم	**(٠,٧٣٩٩)**	**٠,١٥٣**	**غير معنوية**	**(٠,٧٣٩٩)**	**٠,١٥٣**	**غير معنوية**
٦- الهندسية	**(٠,٤٠٥٧)**	**٠,٥٩٤**	**غير معنوية**	**٠,٢٠٣٤**	**٠,٤٨٥**	**غير معنوية**

(*) لم نتمكن من حساب معاملات الارتباط لعدم توافر البيانات عن القروض قصير الأجل.

٧- الأسمنت	٠,٣١٤٩	٠,٢٥٣	غيـــر معنوية	(٠,٤٠٥٧)	٠,٥٩٤	غيـــر معنوية
٨- الأسمدة	٠,٠٦٩٧	٠,٨١٣	غيـــر معنوية	٠,٢٧	٠,٣٣	غيـــر معنوية
العام	٠,٠٥١٨	٠,٦١٨	غيـــر معنوية	٠,٠٤٠٦	٠,٦٩٢	غيـــر معنوية

ويرى كيستر ١٩٨٦ [٣٧] أن سياسة التمويل بالديون تتأثر بقدرة المنشأة على خدمة الدين من خلال التـدفقات النقديـة المتوقعة، كما يركز ستوى هايوارد [٣٨] على أهميـة نسـبة المديونية كأحد العناصر الرئيسية التي قد تؤدي إلـى فشـل المنظمات، ولهذا لا تتفق نتيجة اختبـار الفرضـين (٢/ ١)، (٢/ ٢) مع نتائج كيستر أو هايوارد فضلاً عن عدم اتفاقهـا مع ما قدمه بوديا وآخرين [٣٩] للعوامل المؤثرة على سـعر السهم.

---

[٣٧] جمال بدير الخولي، محـددات الهيكـل التمـويلي للمنشـآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة – جامعة عين شمس، ١٩٩٥، ص ٩٨.

[٣٨] S. Hayward, Op. Cit., P. ٢٠.

[٣٩] Z. Bodie, et, al., op. Cit., P. ١٥٦.

ولا شك أنه كلما زاد صافي التدفقات النقدية كلما انخفضت الحاجة إلى القروض، مما يؤدي إلى تحسين هيكل التمويل فضلاً عن تخفيض تكلفة رأس المال مما يحسن من الربحية، مما قد ينشأ عنه زيادة القيمة السوقية للسهم.

٥- لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين قيمة السهم السوقية ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى المال المستثمر، وإن كان شكل العلاقة موجب، وبناء على ذلك تثبت عدم صحة الفرض (٢/ ٣)، كما يوضح ذلك الجدول رقم (٥)، كما يشير نفس الجدول إلى وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة معنوية بنشاط الصلب والألمونيوم، وهنا تثبت عدم صحة هذا الفرض لهذا النشاط أيضا، فضلاً عن وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بنشاط الغذائية في حالة قياس القيمة السوقية بأعلى سعر فقط، وبالتالي تثبت صحة هذا الفرض لهذا النشاط، ومن الطبيعي أنه كلما زادت نسبة صافي التدفقات النقدية إلى قيمة المال المستثمر كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، ولعل شكل علاقة

الارتباط الطردية بين المتغيرين توضح ذلك، ويشير كل من وارنر ٧٧، أنج وآخرون ١٩٨٢[(٤٠)] إلى هذا حيث إن الشركات كبيرة الحجم تتميز تدفقاتها النقدية بالتنويع مما يجعلها أقل عرضة للإفلاس.

جدول رقم (٥)

علاقة قيمة السهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى قيمة المال المستثمر

النشاط	على أساس أعلى سعر			على أساس أقل سعر		
	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**(٠,٠٧٢٠)**	**٠,٦٣٥**	**غير معنوية**	**٠,١٠٥٥**	**٠,٤٨٥**	**غير معنوية**
٢- الورق	**(٠,٣٣٧٦)**	**٠,٥١٤**	-	**(٠,٣٣٦٧)**	**٠,٥١٤**	**غير معنوية**
٣- الأدوية	**٠,٢٥١٧**	**٠,٢٥٨**	**غير معنوية**	**٠,٣٣٢٨**	**٠,١٧٦**	**غير معنوية**

[(٤٠)] جمال بدير الخولي، مرجع سبق ذكره، ص ١٢٥.

٤- الغذائية	٠,٢٩٨٨	٠,٠٥٥	معنوية	٠,١٩٩٤	٠,٢٠٦	غير معنوية
٥- الصلب والألمونيوم	(٠,٩٣٧٩)	٠,٠٠٦	معنوية	(٠,٩٣٧٩)	٠,٠٠٦	غير معنوية
٦- الهندسية	٠,١١١٤	٠,٧٠٥	غير معنوية	(٠,٣٢)	٠,١٩٥	غير معنوية
٧- الأسمنت	٠,٤٧١٣	٠,٠٤٨	معنوية	(٠,٢٢٩١)	٠,٢٠٧	غير معنوية
٨- الأسمدة	٠,٢٢٧٥	٠,٢١ذ	غير معنوية	(٠,٠٥٥٤)	٠,٨٥١	غير معنوية
العام	٠,٠١٧٦	٠,٨١١	غير معنوية	٠,١٠٤٧	٠,١٥٨	غير معنوية

٦- يوضح الجدول رقم (٦) أن هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القيمة السوقية للسهم، إذا تم قياسها بأعلى سعر، ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى المبيعات، وبالتالي تثبت صحة الفرض (٢/ ٤) بالنسبة لهذا الجزء، وإن كان شكل علاقة الارتباط موجبة في حالة أقل سعر وقد ثبت صحة هذا الفرض بقطاعي الغذائية فقط.

وقد شكلت صافي التدفقات النقدية إلى المبيعات حيزا ملموسا في الدراسات السابقة؛ حيث أوضحا لوجهارن

وريتر[٤١] دور زيادة المبيعات على عائد الأسهم والذي يكون غالبا دورا سالبا مما يؤثر على قيمة السهم بالسـلب نظـرا لاستقبال السوق لزيادة المبيعات وما نشأ عنها من زيادة فـي الإنفاق الاستثماري على أنها تؤدي إلـى زيـادة التـدفقات النقدية، وتكون النتيجة غالبا عكس ما سبق، فضلاً عن إشارة كل من ولش وارنجون ١٩٩٧ [٤٢] إلى تأثير التوسـع فـي حسابات القبض على المبيعات والتي تؤثر علـى انخفـاض التدفقات النقدية، وكذلك عوائد السهم، ويرى الباحث اتفـاق نتيجة اختبار هذا الفرض مع ما توصل إليه كل من لوجهارن وريتر، ووتش وأخيرا رانجـون؛ حيـث علاقـة الارتبـاط الموجبة ذات الدلالة المعنوية بين قيمة السهم السوقية (أعلى سعر) بصافي التدفقات النقدية إلى المبيعات.

---

(٤١) L. Tim & J. Ritter, Op. Cit., P. ١٩٢٣

(٤٢) د. خيري علي الجزيري، مرجع سبق ذكره، ص ٨١ – ٨٢.

جدول رقم (٦)

علاقة قيمة السهم ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى المبيعات

النشاط	على أساس أعلى سعر			على أساس أقل سعر		
	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	(٠,٣٧٥٥)	٠,٠١	معنوية	(٠,٠٠٧٥)	٠,٩٦	غير معنوية
٢- الورق	(٠,٣١٣٢)	٠,٥٤٦	غير معنوية	(٠,٣١٣٢)	٠,٥٤٦	غير معنوية
٣- الأدوية	٠,٢٠٩٨	٠,٣٤٩	غير معنوية	٠,٢٥٠١	٠,٣٠٢	غير معنوية
٤- الغذائية	٠,٣٧٨٩	٠,٠١٣	غير معنوية	٠,٣٩٤٤	٠,٠١	معنوية
٥- الصلب والألومنيوم	(٠,٩٣٤٨)	٠,٠٠٦	غير معنوية	(٠,٩٣٤٨)	٠,٠٠٦	معنوية
٦- الهندسية	٠,٠٦٦	٠,٨٢٣	غير معنوية	(٠,٣٦٨٢)	٠,١٣٣	غير معنوية
٧- الأسمنت	٠,٣٤٣٥	٠,١٦٢	غير معنوية	٠,١٨٧٨	٠,٣٠٣	غير معنوية

٨- الأسمدة	٠,١٩٩٣	٠,٢٧٤	غيــر معنوية	(٠,٠٨٤٦)	٠,٧٧٤	غيــر معنوية
العام	٠,١٩٩١	٠,٠٠٦	معنوية	٠,٠٣٦٢	٠,٦٢٧	غيــر معنوية

٧- يوضح الجدول رقم (٧) وجود علاقة ارتباط موجبة بين صافي التدفقات النقدية ومعدل دوران رأس المال، وإن كانت علاقة ليست لها دلالة معنوية ولهذا تثبت عدم صحة الفرض (٣/ ١)، ويكون من الطبيعي أنه كلما زادت إنتاجية المال المستثمر، كلما زادت صافي التدفقات النقدية والعكس صحيح؛ حيث تعني زيادة المبيعات مع ثبات المال المستثمر زيادة الإنتاجية والتي تولد زيادة في صافي التدفقات النقدية، وقد توصلت إحدى الدراسات السابقة إلى وجود علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية بين نسبة الديون طويلة الأجل وإنتاجية رأس المال [٤٣]، مما يعني أن زيادة إنتاجية رأس المال تؤدي إلى ميل المنظمات

---

[٤٣] دراسة ناكمورا وناكمورا ١٩٨٢ نقلاً عن:

- جمال بدير الخولي، مرجع سبق ذكره، ص ٩٤.

إلى الاعتماد على الأموال المملوكة، أي الاعتماد على صافي التدفقات النقدية، مما يعني أن صافي التدفقات النقدية دالة فـي إنتاجيـة رأس المـال، ويشير جوردن إلى أهمية المتغير الخاص بمعـدل دوران رأس المال كإحدى المتغيـرات الرئيسـية للمتغيرات المالية والاستراتيجية المؤثرة على قيمة المنشأة [٤٤]، وقد توصل جوردن إلى سلبية العلاقة وعدم معنويتها بين صافي التدفقات النقدية ومعدل دوران رأس المال، وهـذه النتيجـة عكـس مـا توصلت إليه هذه الدراسة.

---

[٤٤] J. Jordan, Op. Cit., P. ١٠.

جدول رقم (٧)

العلاقة بين صافي التدفقات النقدية وإنتاجية رأس المال

النشاط	معامل الارتباط	أعلى سعر	
		مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**(٠,٠٠٦٣)**	**٠,٩٦٧**	**غير معنوية**
٢- الورق	**٠,٤٠٨٤**	**٠,٤٢١**	**غير معنوية**
٣- الأدوية	**٠,٠٢٢٥**	**٠,٩٢١**	**غير معنوية**
٤- الغذائية	**٠,١١٢٤**	**٠,٤٧٨**	**غير معنوية**
٥- الصلب والألومنيوم	**(٠,٦١٨٤)**	**٠,١٩١**	**غير معنوية**
٦- الهندسية	**٠,١٨٧٢**	**٠,٥٢٢**	**غير معنوية**
٧- الأسمنت	**٠,٣٩١٩**	**٠,١٠٨**	**غير معنوية**
٨- الأسمدة	**٠,١١٥٨**	**٠,٥٢٨**	**غير معنوية**
العام	٠,٠٧٠٨	٠,٣٣٧	غير معنوية

٨- يشير جوردن إلى نسبة قيمة الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة بقوة رأس المال، ويوضح أن

قوة رأس المال ترتبط بمعوقات الدخول لأسـواق جديدة، ومخاطر انخفاض الربح مع سهولة تزايـد الديون، ويـرى أن ارتفـاع قـوة رأس المـال بالمشروعات الصـغيرة (*) والمتوسـطة الحجـم يؤدي إلى زيادة قيمة المنظمة، وكلما زادت قـوة رأس المال كلما كان ذلك دليلاً على قوة المنظمة؛ حيث تحدد قوة رأس المال مسـتوى المخرجـات للمنشأة، وكلما زادت قوة رأس المال زادت صافي التدفقات النقدية، أي أن صافي التـدفقات النقديـة دالة لقوة رأس المال[٤٥].

ويوضح الجدول رقم (٨) عدم وجـود علاقـة ارتبـاط موجبة ذات دلالة معنوية بين صافي التدفقات النقدية ونسـبة الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة "قوة رأس المال"، كما كان شكل العلاقة سالبا، وهذا يؤكد عدم صحة الفـرض (٣/ ٢)، وإن كانت هناك علاقـة ارتبـاط ذات دلالـة معنويـة

(*) المشروعات الصغيرة التي تقل مبيعاتهـا عـن ١٠ مليـون إسترليني حسب دراسة جوردن.

(٤٥) Ibid, P. ١٢.

بنشاطي الأدوية والصلب والألمونيوم وأن كان شكل العلاقة سالبا.

جدول رقم (٨)

العلاقة بين صافي التدفقات النقدية ونسبة الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة

النشاط	معامل الارتباط	أعلى سعر	
		مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**٠,٠٠٩٦**	**٠,٩٥**	**غير معنوية**
٢- الورق	**(٠,٦٦٩١)**	**٠,١٤٦**	**غير معنوية**
٣- الأدوية	**(٠,٣٨٤)**	**٠,٠٧٨**	**معنوية**
٤- الغذائية	**(٠,١٠٧٦)**	**٠,٤٩٨**	**غير معنوية**
٥- الصلب والألمونيوم	**(٠,٨٧٣٢)**	**٠,٠٢٣**	**معنوية**
٦- الهندسية	**٠,١٧٠٨**	**٠,٥٥٩**	**غير معنوية**
٧- الأسمنت	**(٠,١٨٤٨)**	**٠,٤٧٨**	**غير معنوية**
٨- الأسمدة	**(٠,١٨٢٨)**	**٠,٣١٧**	**غير معنوية**
العام	(٠,٠٣٧٨)	٠,٦١	غير معنوية

٩- تلعب صافي التدفقات النقدية دورا أساسـيا فـي تحسين الجدارة الائتمانية والتي تم قياسها بنسـبة التداول، إذ كلما زادت صافي التـدفقات النقديـة، كلما كان معنى هذا تدنيـه أرصـدة رأس المـال العامل في ظل عدم الحاجة إلـى التوسـع فـي الاعتماد على الخصوم المتداولـة، ممـا يعطـي المنظمة الفرصة في التوسع في القروض طويلـة الأجل إذا كانت هناك حاجة لذلك، وكما ذكرنا من قبل فقد أوضح جوردن [٤٦] عن وجـود علاقـة ارتباط سالبة بين التدفقات النقدية وقيمة القروض، مما يؤكد أن زيادة التدفقات النقدية تـؤدي إلـى انخفاض قيمة القروض، وهذا يؤيد ما ذكـره [٤٧] البعض من أن زيادة التدفقات النقدية تؤدي إلـى تحسين الجدارة الائتمانية مـن خـلال تخفـيض الحاجة للاقتراض، إلا أن الجدول رقم (٩) يوضح

---

[٤٦] Ibid, P. ١٣.

[٤٧] E. F. Brigham & L. C. Gopenshi, Op. Cit., P. ٨٦٩

وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة معنوية بين المتغيرين، مما يثبت عدم صحة الفـرض (٣/٣)، وإن كان شكل العلاقة بين المتغيرين موجبا فـي كل الأنشطة فيما عدا نشاطي الصلب والهندسية.

جدول رقم (٩)

العلاقة بين صافي التدفقات النقدية والجدارة الائتمانية

النشاط	معامل الارتباط	أعلى سعر	
		مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**٠,٠٩١٧**	**٠,٥٦٣**	**غير معنوية**
٢- الورق	**٠,٤٧٤٢**	**٠,٣٤٢**	**غير معنوية**
٣- الأدوية	**٠,١٣٤٦**	**٠,٥٨٣ذ**	**غير معنوية**
٤- الغذائية	**٠,٢٣٤٠**	**٠,٢٦**	**غير معنوية**
٥- الصلب والألمونيوم	**(٠,٩٠٩٣)**	**٠,٠١٢**	**معنوية**
٦- الهندسية	**(٠,٥٠٢٣)**	**٠,١١٥**	**غير معنوية**
٧- الأسمنت	**٠,١٢٣**	**٠,٦٥**	**غير معنوية**

٨- الأسمدة	٠,١٥٩٧	٠,٥١٤	غير معنوية
العام	(٠,١٨٧)	٠,٠٢٥	معنوية

١٠- يوضح الجدول رقم (١٠) أن هناك علاقة ارتباط سالبة ذو علاقة معنوية بين صافي التدفقات النقدية وقيمة القروض طويلة الأجل، ويتفـق هـذا مـع دراسة جوردن [٤٨]، وإن كانـت توجـد علاقـة ارتباط سالبة بين صافي التدفقات النقديـة وقيمـة القروض قصيرة الأجل وأن كانت العلاقة ليسـت معنوية، وبصفة عامة توجد علاقة ارتباط سـالبة ذات دلالة معنوية بين صافي التـدفقات النقديـة والقروض؛ حيث بلغ معامـل الارتبـاط ٠,٢٣٥ بمستوى معنوية مقدارها ٠,٠٩٤٢، ومن هنا تثبت صحة الفرض الرابع.

ولا شك أنه كلما زادت قيمة صافي التدفقات النقدية كلمـا انخفضت الحاجة إلى القروض، وإن كان هذا يقلل من حجـم المخاطر المالية التي تواجه المنشآت مما قد يساهم في رفـع قيمة السهم، وإن كان هذا قد يتعارض مع الفكـر المنـادي

---

(٤٨) Ibid, P. ١٥.

بأهمية وجود قروض بهيكل التمويل حتى يعطي دلالة عـن متانة المركز المالي للمنشأة لدى السوق.

جدول رقم (١٠)

علاقة صافي التدفقات النقدية بقيمة القروض

النشاط	القروض طويلة الأجل			القروض قصيرة الأجل		
	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة	معامل الارتباط	مستوى المعنوية	طبيعة العلاقة
١- التشييد والبناء	**(٠,٢٥٨٤)**	**٠,١٥٣**	**غير معنوية**	**(٠,٠٣٤٢)**	**٠,٨٢٢**	**غير معنوية**
٢- الورق	**٠,٥٨٠٧**	**٠,٦٠٦**	**غير معنوية**	**(٠,٦١٥٤)**	**٠,١٩٣**	**غير معنوية**
٣- الأدوية	**(٠,٧٦٣٧)**	**٠,٠١**	**معنوية**	**٠,٠٧٤٤**	**٠,٧٤٢**	**غير معنوية**
٤- الغذائية	**(٠,٠٨٩٥)**	**٠,٧٢٤**	**غير معنوية**	**(٠,٠٩٤١)**	**٠,٥٥٣**	**غير معنوية**
٥- الصلب والألمونيوم	**(٠,٧٤٧٥)**	**٠,١٤٦**	**غير معنوية**	**٠,٢٤٣١**	**٠,٦٤٣**	**غير معنوية**
٦- الهندسية	**(٠,٤٥٩١)**	**٠,٠٩٩**	**معنوية**	**٠,١٤٩١**	**٠,٦١١**	**غير معنوية**

٧- الأسمنت	**(٠,٤٥٣٤)**	**٠,٥٤٧**	**غير معنوية**	**(٠,٠٧٥٨)**	**٠,٧٦٥**	**غير معنوية**
٨- الأسمدة	**٠,٠٤٥٤**	**٠,٨٦٧**	**غير معنوية**	**(٠,٠٤٢٢)**	**٠,٨١٩**	**غير معنوية**
العام	(٠,٢٧٣٣)	٠,٠٠٥	معنوية	(٠,٠٣٢٨)	٠,٦٥٧	غير معنوية

١١- نتائج تطبيق أسلوب الانحدار المرحلي في تقدير العلاقة بين التغير في سعر السـهم والمتغيرات الأخرى:

قام الباحث في الجزء الآتي بالتنبؤ بالتغيرات في أسـعار الأسهم بناء على المتغيرات في كل مـن صـافي التـدفقات النقدية والقروض طويلة الأجل والقروض قصـيرة الأجـل وقيمة رأس المال والمبيعات والأصول الثابتـة والأصـول المتداولة ونسبة التداول، وذلك من خـلال الاعتمـاد علـى أسلوب الانحدار المرحلي، وقد تم اعتبار التغير النسبي فـي

سعر السهم [*] كمتغير تابع وبقيـة المتغيـرات متغيـرات مستقلة، وقد تم بناء علاقة لكل نشاط على حده وعلى مستوى الأنشطة ككل وقد أسفر التحليل عن النتائج الآتية:

أ- نشاط التشييد والبناء:

أوضح التحليل أن التغير النسبي في سعر الســهم لهـذا القطاع يرتبط معنويا بنسبة التداول فقط من خـلال العلاقـة الآتية:

التغير النسبي = ٣٤٠,٨٣٣ – ٥٣,٨٨٢ × نسبة التداول

وقد كان هذا النموذج معنويـا إحصـائيا عنـد مسـتوى ٠,٠٠٦ وتعتبر مشكلة التدفقات النقدية من أعقد المشاكل التي تواجه هذا القطاع، وتلعب نسبة التداول دورا أساسـيا فـي الحكم على أداء تلك الشركات وبالتالي سعر السـهم؛ حيـث تعكس نسبة التداول بهذا القطاع مدى تـوافر القـدرة علـى الاستمرار في ظل تعقد مشكلة التدفقات النقدية.

(*) التغير النسبي في سعر السهم = ($\frac{\text{الحد الأعلى لسعر السهم – الحد الأدنى لسعر السهم}}{\text{الحد الأدنى لسعر السهم}}$) × ١٠٠

ب- نشاط الورق:

وهناك يرتبط التغير في سعر بقيمة رأس المـال وكـان النموذج ذات دلالة إحصائية عند مستوى صفر.

التغير النسبي = (٨,٨٦٥) + ٠,٦٨٣ × قيمة رأس المال

ويفسر ذلك ما تحتاجه تلك الصناعة من كثافة رأسـمالية مما يجعل النتيجة السابق تتفق مع المنطق العلمي.

جـ- نشاط الأدوية:

ويرجع التغير في سعر السهم إلى قيمة الأصول الثابتـة والتي تعكس أيضا ما تحتاجه تلك الصناعة من تكنولـوجي مرتفع تعكسه قيمة الأصول الثابتة، فضلاً عن ارتفاع دائنيـة التشغيل والتي تعكسها الأصول الثابتة.

التغير النسبي = ٢١,٣٩٢ + ١,٧٥٣ × الأصول الثابتة

وكان النموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠,٠٠٥

د- نشاط الغذائية:

ويرتبط التغير النسبي للسهم بالأصول المتداولة، وتعتبـر هذه النتيجة منطقية نظرا لأهمية الأصـول المتداولـة فـي

الصناعات الغذائية، وذلك خوفًا من عدم تلبية طلبيات العملاء أو توقف الإنتاج، وقد كان النموذج هو.

التغير النسبي = ٢٤٧,٠٠٣ – ٨٩,٨٢٣ × الأصول المتداولة

وكان ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٠,٠٣٣

هـ - نشاط الصلب والألمونيوم:

وقد ارتبط التغير النسبي في سعر السهم بصافي التدفقات النقدية، ولعل هذه النتيجة تتفق مع معظم الدراسات السـابقة في هذا الموضوع، وقد كان النموذج كما يلي:

التغير النسبي = ٤٧,٠٥٨ – ٠,٠٠٥٧ × صافي التدفقات النقدية، وكان النموذج ذات دلالـة معنويـة عنـد مسـتوى ٠,٠٠٨.

د- نشاط الهندسية:

ويرجع التغير هنا في سعر السـهم إلـى صـافي قيمـة المبيعات وقيمة رأس المال معا، وقد كان النموذج كما يلي:

التغيـر النسـبي = ٦٩,٧٤٢ + ٠,٦٣٨ × المبيعـات – ٠,٤٦٧ × رأس المال وكان ذات دلالة معنوية عند ٠,٠٠١.

ز- نشاط الأسمدة:

وتتفق نتائج هذا النشاط مع النشاط السابق مباشـرة فـي المتغيرة المستقلة؛ حيث كانت المبيعات ورأس المـال همـا المتغيران المؤثران على التغير في سعر السهم وكان النموذج كما يلي:

التغير النسـبي = ٢٤٩,٥٤٨ – ٠,٩٥٧ × المبيعـات + ٠,١٨٣ × رأس المال وكان النموذج ذات دلالـة إحصـائية عند ٠,٠٠٤.

وكلا النشاطين يحتاج إلى كثافة استثمارية مرتفعة ومـن هنا تأتي أهمية رأس المال في النشاطين، وتكـون النتيجـة منطقية عندما يكون التغير في سعر السهم، ناشئًا عن التغير في رأس المال، فضلاً عن أهمية المبيعات بصفة عامة فـي تأثيرها على قيمة السهم، كما أوضحتها الدراسات السابقة.

جـ - نشاط الأسمنت:

ويرتبط سعر السهم هنا بالتغير في الأصـول المتداولـة والقروض طويلة الأجل، وقد كان النموذج كما يلي:

التغيـر النسـبي = ٢٣٧٧,٠٠٩ – ٣,٦٦ × الأصـول المتداولة – ٠,٩٥٦ × القروض طويلة الأجل

وكان النموذج ذات دلالة إحصائية عند مستوى صفر.

ط- على مستوى الأنشطة ككل:

يرتبط في سعر السهم على المستوى العام أو الإجمـالي لكل الأنشطة ولكل الشركات بالمتغيرات الآتية:

- صافي التدفقات النقدية.
- الأصول المتداولة.
- الأصول الثابتة.

ويتفق هذا مع الأدب الفكري في هذا الموضوع، ويكـون منطقيا؛ حيث تحدد قيمة الأصول المتداولة والثابتة قوة رأس المال للمنظمة، وتحدد الأصول الثابتة مسـتوى المخرجـات المتاح للمنشأة وما ينشأ عنها من صافي تدفقات نقدية، كمـا أن الأصول المتداولة تحـدد مـدى إمكانيـة المنشـأة فـي الاستمرار دون تعرضها لمشاكل تعثر فنـي، وكمـا سـبق وأوضح الباحث فإن صافي التدفقات النقدية تعكـس جميـع المخاطر التي تواجه المنشأة [٤٩]، فضلاً عن كونها الأسـاس في تحديد قيمة المنشأة[٥٠]، ويكون من المنطقـي أن يـرتبط التغير في سعر السهم بالتغير في صافي التدفقات النقدية.

---

[٤٩] Z. Bodie, et., al., Op. Cit., P. ٣٤٧.

[٥٠] J. B. Cohen, et., al., Op. Cit., P. ٢١٥.

وقد كان النموذج كما يلي:

التغير النسبي = ١٧٢,٨٤ + ٠,٥٢٥ × صافي التـدفقات النقدية – ٠,٢٣٣ × الأصول المتداولة + ٠,٢٢٥ × الأصول الثابتة

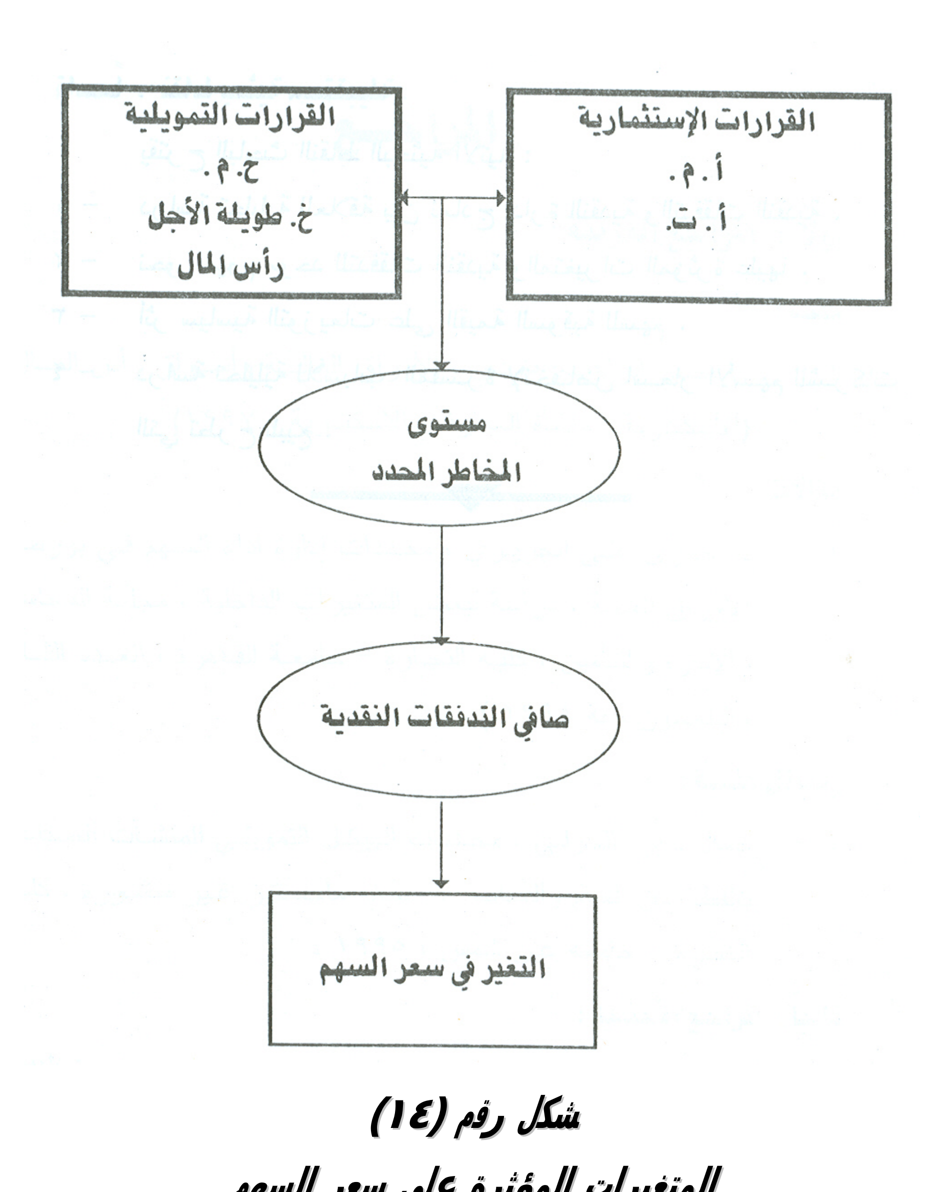
وكان النموذج ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٠,٠٠١

ثامنًا: توصيات الدراسة:

يشير الخلل في سلوك التدفقات النقدية إلى القصـور فـي إدارة النقدية، ولا شك أن التدفقات النقدية هي الأسـاس فـي تحديد قيمة المنظمة، لأنها تعكس مكـامن القـوة المتوقعـة للمنشأة ومن خلال ما يواجهها من مخاطر، ونظرا للارتباط الموجب ذات الدلالة الإحصائية بين التغير النسبي في قيمـة السهم وصافي التدفقات النقدية والأصول المتداولة والأصول الثابتة كما توصلت إليها هذه الدراسة، فإن الباحث يوصـي بالآتي:

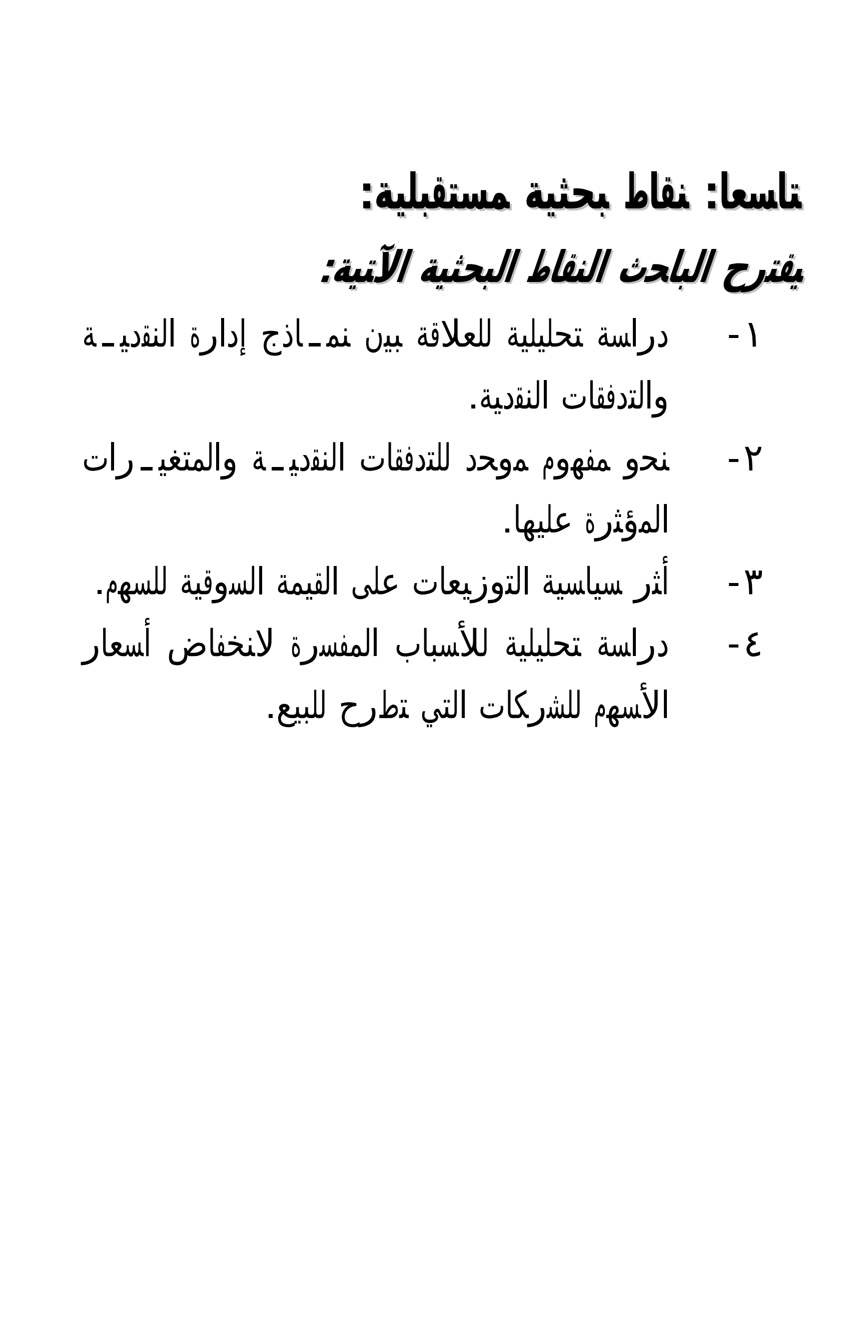
- ضرورة الاهتمام بأسلوب التدفقات النقدية في الحياة العملية مع ضرورة إبرازه ضمن القوائم المنشـورة، في نهاية العام المالي، نظرا لأهمية ذلـك بالنسـبة لسعر السهم.

- تطبيق الأسس العلمية لإدارة النقدية من خلال الاعتماد على أكثر من نموذج للاستفادة من مزايا كل نموذج وتفادي عيوبه، حتى يمكن تعظيم القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية.
- محاولة تحري الدقة في تحديد صافي التدفقات النقدية.
- ضرورة الاهتمام بإدارة الأصول وإدارة هيكل التمويل لتأثير ذلك على سلوك الدراسة بتطبيق التفكير المنطقي الآتي كما في الشكل رقم (١٤) والذي يوصي بضرورة تكامل القرارات الاستثمارية معه القرارات التمويلية لتحديد مستوى المخاطر المقبول من قبل المنظمة، والتي ينشأ عنها صافي تدفقات نقدية ذات مستوى معين، تؤثر على القيمة السوقية للسهم أو ينشأ عنها قيمة سوقية معينة.



شكل رقم (١٤)

المتغيرات المؤثرة على سعر السهم



تاسعا: نقاط بحثية مستقبلية:

يقترح الباحث النقاط البحثية الآتية:

١- دراسة تحليلية للعلاقة بين نمـاذج إدارة النقديـة والتدفقات النقدية.

٢- نحو مفهوم موحد للتدفقات النقديـة والمتغيـرات المؤثرة عليها.

٣- أثر سياسية التوزيعات على القيمة السوقية للسهم.

٤- دراسة تحليلية للأسباب المفسرة لانخفاض أسعار الأسهم للشركات التي تطرح للبيع.

أولاً: المراجع العربية:

ـ كتب:

١- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسـواق رأس المـال، (الإسـكندرية: منشـأة المعـارف بالإسكندرية، ١٩٩٧).

ـ مقالات:

١- د. خيري علي الجزيـري، محـددات إدارة أداء السهم في بورصة الأوراق المالية، دراسة لبعض المتغيرات الداخليـة، مجلـة المحاسـبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة – جامعة القاهرة، العـدد الثالث والخمسون سنة ١٩٩٨).

ـ رسائل علمية:

١- جمال بدير الخولي، محددات الهيكـل التمـويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعية العـام والخـاص، رسالة ماجستير غير منشورة، كليـة التجـارة – جامعة عين شمس، ١٩٩٥.

ثانيا: المراجع الأجنبية:

Book:

١- E. F. Brigham & L. C. Gopenski, Financial Management Theory and Practice, The Dryden Press, N. Y., ١٩٩٧.

٢- J. B. Cohen, et, al., Investment Analysis and Portfolio Management, IRWIN, Homewood, Illinois, ١٩٨٧.

٣- T. Copland, et, al., Valuation Measuring and Managing The Value of Companies, John wiley & sons, Inc., N. Y. ١٩٩٥.

٤- Stoy – Hayward, A Study to Determin the Reasons for the failure of small Business in the U. K. Stoy Haymard/ National Westminster Bank, ١٩٨٧.

٥- R. S. Rao, Financial Management: Concepts and Applications, (Macmillan Publishing Cop, N. Y., ١٩٩٢.)

٦- A Rappapart, et., al., Creating Shareholder Value: The New Standard

For Business Performance, The Free Press, N. Y., ١٩٨٦.

٧- S. Sherr, Modern Working Capital Management, Text and Cased, Prentice – Hall International Inc., N. Y., ١٩٨٩.

٨- A. G. Shetty, et., al., Finance An Integrated Approach, IRWIN, Burr Ridge, Illinois, ١٩٩٥.

Articles:

١- S. Basu, "The investment Performance of common Stock in Relation to their Price – Earnings Rations: A Test of the efficient Market Hypothesis,: Journal of Finance, June, ١٩٧٧.

٢- W. De, Bondt & R. Theler, Further Evidence on Investor Overreaction and slock Market seasonality, "Journal of Finance July, ١٩٨٧".

٣- W. S. Buman, et, al., "Growth versus Value and Large – Cap Versus Small – Cap Stocks in international Markets,

Financial Analysts Journal, March/ April ١٩٩٨.

٤- K. R. Beller, et., al., "Are Industry stock returns predictable? "Financial Analysts journal, sep./ oct., ١٩٩٨.

٥- M. Blume, "Stock Returns and dividend Yields: Some More Evidence", Review of Economic and Statistics, November, ١٩٨٠.

٦- P. Dechow, "Accounting Earnings and Cash flows asures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals, Journal of Accounting and Economics, July, ١٩٩٤.

٧- E. Fama & K. French, "The Cross – Section of Expected Stock Returns, "Journal of Finance, June ١٩٩٢.

٨- J. A. Gentxy, et. Al., "Fund Flow Components, Financial Rations and Bankruptcy, "Journal of Business Finance and Accounting, Winter ١٩٨٧, Vol. ١٤.

٩- K. L. Gvielasinlki, "Managing Your Cash flanges Important Key to Success,

"Puget sound Business Journal, ١٣/٣/١٩٩٥.

١٠- M. Harris & A. Raviv, "The Theory of capital structure" Journal of Finance, Vol. XLVI, No ١., ١٩٩١.

١١- F. L. Jones, Current Techniques in Bankruptcy Prediction Journal of Accounting Literature, ١٩٨٧, Vol. ٦. No., ١.

١٢- J. Jordan, et., al., "Strategy and Financial Policy in UK Small Firms, "Jan/ Mar of Business Finance and Accounting Joinery/ March, ١٩٩٨.

١٣- E. Kannianien "Traditional Versus Operating Cash Flow in Failure Pvedition, Journal of Business Finance and Accounting vol. ٢١, No., ٢, ١٩٩٤.

١٤- E. K. Laitinen & T. Laitinen, "Cash Management Behavior and Failure Prediction", Journal of Business Finance and Accounting, Sept./ Oct., ١٩٩٨.

١٥- J. Lakonishok, et., al., "Contrition Investment, Extrapolation and Risk, "Journal of Finance, December ١٩٩٧.

١٦- J. Lowe, et., al., "The Impact of Corporate Strategy on the Capital structure Australian Companies" Managerial and Decision Economics, Vol., ١٥, ١٩٩٤.

١٧- M. Miller & M. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of shares, "Journal of Business, Sep, ١٩٨٥".

١٨- R. J. Pfeiffer, et., al., "Additional Evidence on the incremental information content of cash flows and accruals the impact of errors in Meauring market expectations, "The Accounting Review, Vol. ٧٣ No., ٣ July ١٩٩٨.

١٩- M. Rozeff, "Dividend Yields Are Equity Risk Premiums," Journal of Portfolio Management, Fall, ١٩٨٤.

٢٠- R. Sloan, Do Stock Prices Fully reflect information in Accruals and Cash

Flows About Future Earnings" The Accounting Review, July ١٩٩٦.

٢١- L. Tim & J. Ritter, "The Operating performance of Firms Conducting Seasoned Equity of Ferings," Journal of Finance Vol. ٥٢, No. ٥, ١٩٩٧.

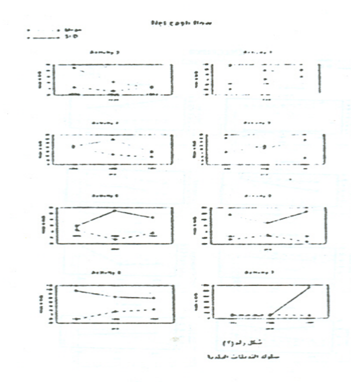
Report:

١- Prime Research, The universe of the Egyptian Equities, Sep. ١٩٩٨.

٢- ______, Capital Market Digest, Egypt, Sep. ١٩٩٨.

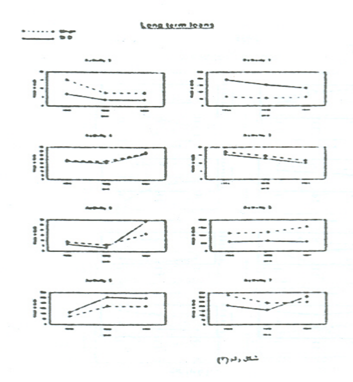
ملحق (١)

سلوك التدفقات النقدية

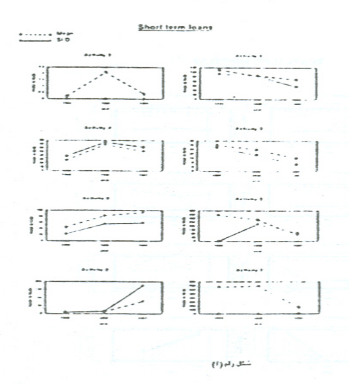


شكل رقم (٢)

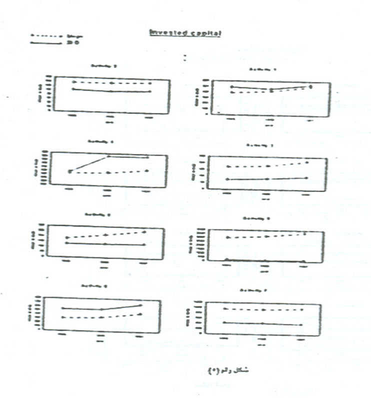
سلوك التدفقات النقدية



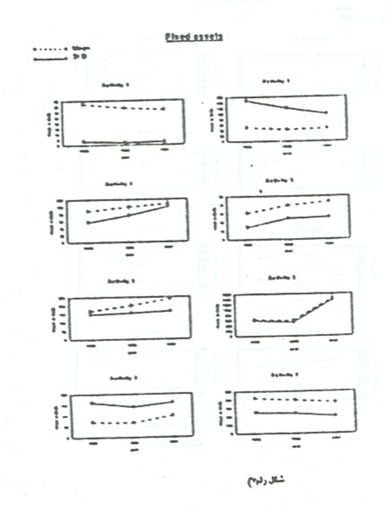
شكل رقم (٣)



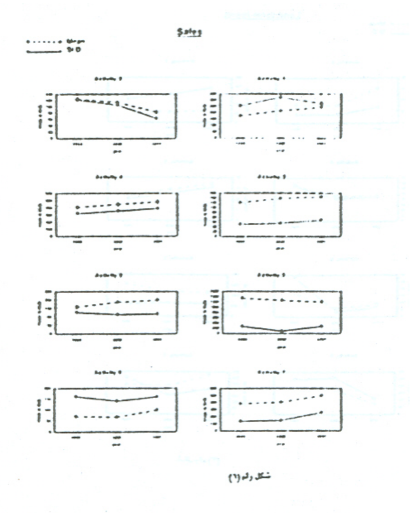
شكل رقم (١)



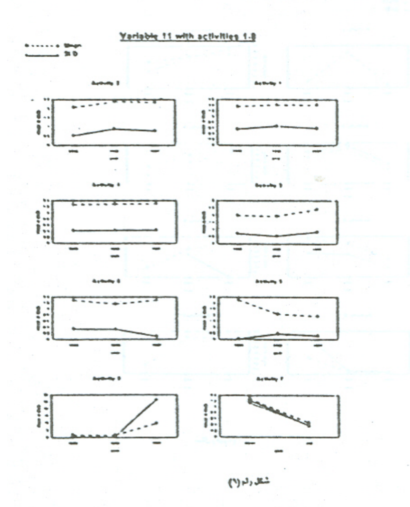
شكل رقم (٤)



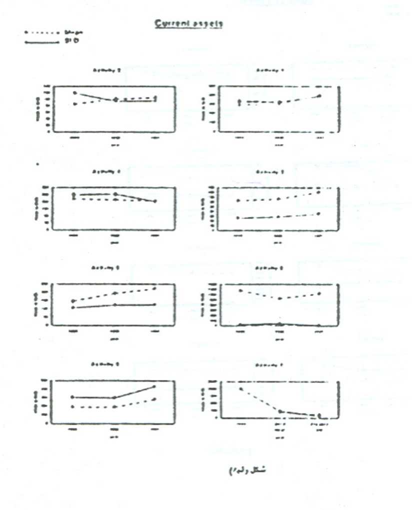
شكل رقم (٥)



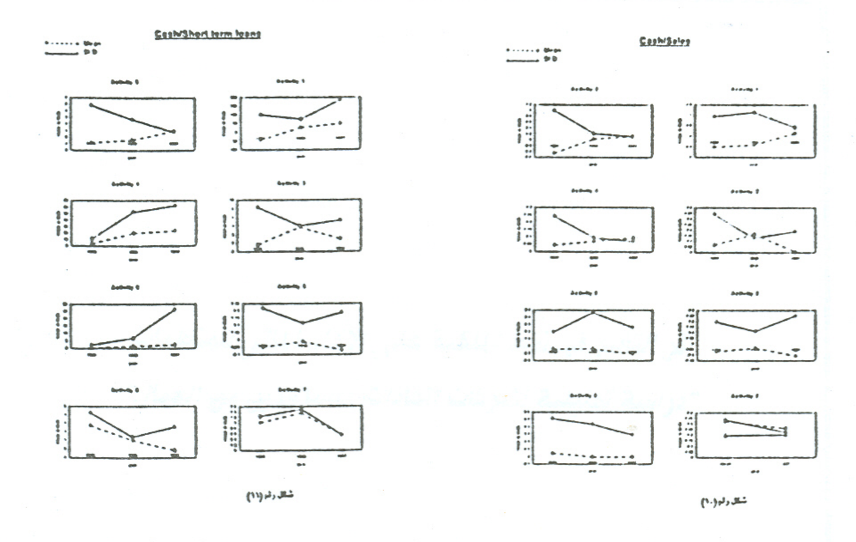
شكل رقم (٦)



شكل رقم (٩)

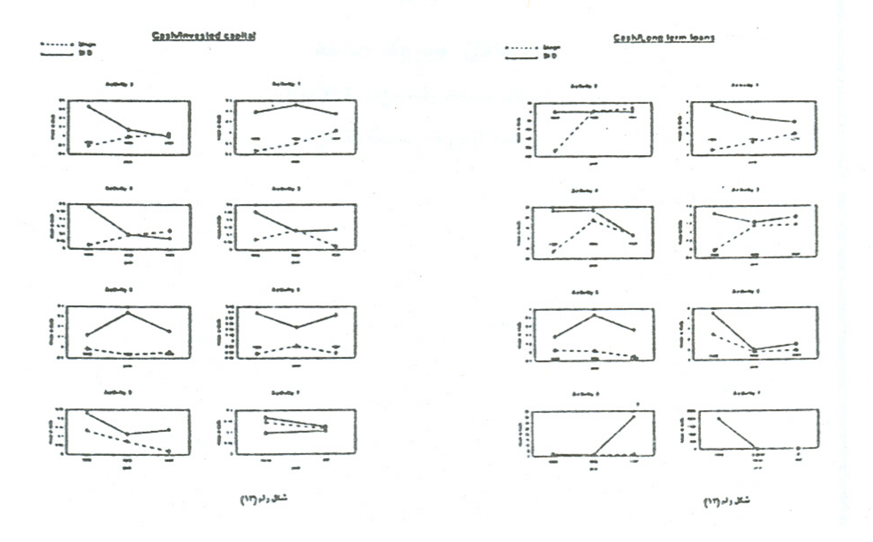


شكل رقم (٧)



شکل رقم (۱۱)

شکل رقم (۱۰)



شکل رقم (۱۳)

شکل رقم (۱۲)